



SEMINARNASIONAL
 'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
 INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
 Surabaya, 26 Nopember 2009
 Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP DEBT POLICY ; DALAM PRESPEKTIF AGENCY MODEL

Jojob Dwiridotjahjono

Staf Pengajar pada Jur. Administrasi Bisnis-FISIP-UPN "Veteran" Jawa Timur

ABSTRACT

This study investigated the influence of ownership structure to debt policy. The population of this study is food and beverage listed companies in Indonesia Stock Exchange and purposive sampling was used in sampling. Based on multiple regression analysis shows that ownership structure and control variables simultaneously have significant effect on debt policy. The result indicate that the distribution of equity ownership is important in explaining overall capital structure and that manager do reduce the level of debt as their own wealth is increasingly tied to the firm and support agency theory.

Keywords : *Ownership structure, debt policy, agency theory .*

Keberhasilan operasi, kinerja dan kelangsungan hidup perusahaan sangat ditentukan oleh kualitas dari keputusan-keputusan strategis yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keputusan-keputusan strategis yang dibuat oleh manajemen perusahaan dimaksudkan untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut yaitu meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan. Namun dalam prakteknya tujuan tersebut sering tidak terlaksana karena adanya konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) yang dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*).

Agency problem terjadi terutama apabila perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang sangat besar. Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang jumlahnya melebihi dana yang diperlukan untuk semua proyek yang memiliki *net present value* (NPV) yang positif setelah dikenai diskonto dengan biaya modal. Keberadaan *free cash flow* yang terlalu banyak bisa mengakibatkan diskresi dari perilaku manajer yaitu tindakan-tindakan dan keputusan-keputusan yang tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan pemegang saham.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980) ada dua alasan yang mendasari yaitu ; 1) bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat kekayaan mereka *non-diversifiable*. 2) manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Dengan adanya masalah keagenan yang bersumber dari konflik antara manajer dengan pemegang saham maka untuk meminimumkan konflik tersebut dalam usaha mengatasi *agency problem* diperlukan mekanisme pengawasan untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak atas dasar keputusan terbaik bagi pemegang saham. Mekanisme pengawasan ini konsekuensinya menimbulkan biaya yang dikenal dengan biaya agensi (*agency cost*) yang meliputi antara lain : pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

Beberapa alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yaitu **pertama**, dengan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan mereka cenderung meningkatkan kemakmuran *shareholder* karena mereka juga memiliki sebagian besar saham



SEMINARNASIONAL
'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
Surabaya, 26 Nopember 2009
Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

perusahaan, sehingga akan meminimalkan biaya keagenan (*agency cost*). **Kedua**, meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga akan mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham. Schooley & Barney Jr. (1994) menyatakan bahwa pembayaran dividen dan kepemilikan saham oleh CEO merupakan mekanisme yang bersifat saling menggantikan di dalam mengurangi *agency cost*. **Ketiga**, meningkatkan pendanaan dari hutang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajemen, disamping itu akan menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Keberadaan *free cash flow* yang berlebihan akan mengakibatkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer, dan timbulnya keputusan-keputusan yang tidak mencerminkan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan adanya hutang, maka manajemen akan bertindak sangat hati-hati, dan akan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien. Jensen *et al.* (1992), Jensen, (1986), dan Garvey (1992) menunjukkan bahwa dalam kondisi yang normal, hutang dan kepemilikan merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi-investasi dengan NPV yang negatif. **Keempat**, Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent* yaitu investor institusional dapat berperan sebagai *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi biaya *agency* dengan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Moh'd *et al.* 1998). Bathala, *et al.* (1994) menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menjadi monitoring yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang dalam struktur modalnya secara optimal.

Dari uraian di atas, menunjukkan bahwa struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional), *dividend payout ratio*, dan kebijakan hutang dapat mengurangi *agency cost* yang bersumber dari masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Konsep struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen & Meckling, 1976).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan (*managerial ownership, institutional ownership, dispersion of ownership*) terhadap kebijakan hutang (*debt policy*) perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan *free cash flow, dividend payout ratio, profitability, growth, firm size* sebagai variabel kontrol. Adapun manfaat dari penelitian ini adalah untuk membuktikan secara empiris *Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure* (Jensen & Meckling, 1976) yang menyatakan bahwa *ownership structure* (struktur kepemilikan) dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi *agency cost* karena adanya keselarasan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dan bagi investor hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi finansial di pasar modal yang berhubungan dengan perilaku manajemen perusahaan yang direfleksikan dari struktur kepemilikan serta pengaruhnya terhadap kebijakan hutang perusahaan.

TELAAH EMPIRIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Beberapa penelitian yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal telah dilakukan oleh beberapa peneliti yaitu Friend & Lang (1988), Friend & Hasbrouk (1988), Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), dan Chen & Steiner (1999) menemukan bukti bahwa *managerial ownership* (kepemilikan manajerial) berpengaruh negatif terhadap tingkat penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Berbeda dengan temuan Kim & Sorensen (1986), Agrawal & Mendelker (1987), dan Mehran (1992) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt ratio* perusahaan.

Chaganti & Damanpour (1991) menunjukkan bukti bahwa *institutional ownership* (kepemilikan institusional) berhubungan negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Bathala *et al.* (1994) dan Crutchley *et al.* (1999) juga menemukan bukti bahwa *insider ownership* dan *institutional ownership* berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Moh'd *et al.* (1998) memperkuat bukti di atas dengan menemukan bukti bahwa struktur kepemilikan



SEMINARNASIONAL
'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
Surabaya, 26 Nopember 2009
Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

saham oleh pihak eksternal (*institutional ownership*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (manajer), dan jumlah pemegang saham biasa mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan jumlah pemegang saham biasa.

Ooi (2000) menemukan bukti bahwa kesenjangan struktur kepemilikan dengan manajemen (konflik kepentingan) meningkat seiring dengan ukuran perusahaan, risiko, dan tingkat pertumbuhan. Dari hasil analisisnya menunjukkan bahwa perusahaan besar yang dikelola secara profesional lebih menunjukkan oportunisme manajerial dibandingkan perusahaan kecil yang dikelola manajer yang merupakan anggota keluarga yang memiliki saham perusahaan sehingga mereka cenderung meningkatkan kemakmuran *shareholders* karena mereka memiliki sebagian besar ekuitas perusahaan.

Berdasarkan tujuan penelitian dan bukti empiris yang telah dikemukakan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah: struktur kepemilikan (*managerial ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kajian empiris berkaitan dengan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Free cash flow, Jensen (1986) mengemukakan bahwa *free cash flow* yang besar akan mengarah pada diskresi perilaku manajer dan keputusan-keputusan yang dibuat bukan demi kepentingan pemegang saham. Diskresi perilaku para manajer yang diakibatkan karena kelebihan *free cash flow* dapat dikurangi dengan "hipotesis kontrol" yang diajukan oleh Jensen (1986) yaitu dengan mengurangi *free cash flow* yang berlebihan untuk menciptakan hutang melalui peningkatan pembayaran dividen dan memaksa para manajer untuk mencari alternatif pendanaan yang relevan. Dengan demikian maka, manajer akan bertindak lebih hati-hati dan bekerja lebih efisien karena mereka bekerja dibawah ancaman kegagalan keuangan akibat adanya hutang atau dikenal dengan "hipotesis ancaman". Ooi (2000) menunjukkan bukti bahwa *free cash flow* berhubungan negatif dengan struktur modal.

Dividend payout ratio, Pembayaran dividen juga dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang disebabkan oleh konflik *agency* terutama manajer dengan para pemegang saham. Peningkatan *dividend payout ratio* akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga akan mengurangi tindakan-tindakan manajer yang kurang optimal (Jensen, 1986). Hasil penelitian yang menguji hubungan pembayaran dividen dengan struktur modal menunjukkan hasil yang bervariasi, Jensen *et al.* (1992) dan Chen & Steiner (1999) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *dividend payout ratio* dengan *debt ratio*. Temuan tersebut berbeda dengan temuan Baskin (1989) dan Mougoue & Mukherjee (1994) yang menemukan bukti bahwa pembayaran dividen berhubungan positif dengan *leverage* (kebijakan hutang).

Profitability, Perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi akan menggunakan hutang cenderung lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang profitabilitasnya rendah karena perusahaan mampu menyediakan dana internalnya untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya melalui laba ditahan. Titman & Wessel (1988), Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), dan Chen & Steiner (1999) menunjukan bukti bahwa profitabilitas berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Growth, Studi empirik pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap tingkat penggunaan hutang dilakukan oleh Klapper *et al.* (2002) dan Low & Cen (2004) menunjukkan bukti bahwa pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan menggunakan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*.

Firm size, besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses pasar, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk hutang-hutang yang diterbitkannya. Titman & Wessel (1988), Chang & Rhee (1990), Jensen *et al.* (1992), dan Chen & Steiner (1999), menunjukkan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio*.



METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *food and beverage* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia yang berjumlah 20 perusahaan. Penentuan jumlah sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria yaitu perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan secara terus-menerus dan perusahaan tersebut tidak memiliki saldo laba negatif selama periode penelitian yaitu tahun 2004 sampai dengan tahun 2008, karena laba yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan rasio menjadi tidak bermakna dalam perhitungan rasio keuangan. Berdasarkan Kriteria tersebut maka terpilih 11 perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini.

Data keuangan diperoleh dari berbagai sumber seperti dari *Indonesia Capital Market Directory*, dan internet yang memuat informasi yang berkaitan dengan perusahaan-perusahaan *food and beverage* yang menjadi sampel penelitian dan pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan teknik dokumentasi.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang (*debt policy*) dan variabel independen terdiri dari *managerial ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership* (penyebaran kepemilikan) dan enam variabel kontrol. Secara lengkap identifikasi dan pengukuran variabel dapat dilihat pada tabel 1.

Teknik Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun model persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DEBT = \beta_0 + \beta_1 MOWN + \beta_2 IOWN + \beta_3 DOWN + \beta_4 FCASH + \beta_5 DPR + \beta_6 PROFIT + \beta_7 GROWTH + \beta_8 SIZE + \varepsilon$$

Tabel 1. Identifikasi Dan Pengukuran Variabel

Variabel	Simbol	Pengukuran
<i>Debt Policy</i> (Kebijakan Hutang)	DEBT	Rasio total hutang jangka panjang dengan total ekuitas. (<i>long term debt to equity ratio</i>).
Managerial Ownership	MOWN	<i>Dummy variable</i> yaitu nilai 0 untuk perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan manajerial dan nilai 1 untuk perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial.
Institutional Ownership	IOWN	Proporsi saham yang dimiliki oleh institusi baik pemerintah dan swasta
Dispersion of ownership	DOWN	<i>Logaritma natural</i> dari proporsi saham yang dimiliki oleh publik atau pemegang saham biasa.
Free cash flow	FCASH	Rasio laba bersih sesudah pajak (EAT) dikurangi dividen ditambah amortisasi dibagi dengan total aktiva.
Dividend payout ratio	DPR	Rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.
Profitability	PROFIT	Rasio laba operasi (EBIT) dengan total penjualan.
Growth	GROWTH	Rasio total penjualan tahun ke t dikurangi total penjualan tahun ke t ₋₁ dibagi dengan total penjualan tahun ke t ₋₁
Firm Size	SIZE	<i>Logaritma natural</i> dari total aktiva



HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Persyaratan Analisis

Berdasarkan hasil uji linieritas dan normalitas dengan menggunakan *kolmogorov smirnov test*, dapat diketahui bahwa data menunjukkan trend linear dan distribusinya normal. Selain itu uji normalitas dengan menggunakan *normal P-P Plot of rergression standardized residual* dapat diketahui bahwa data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas. Uji asumsi klasik lainnya menunjukkan bahwa dari hasil uji multikolineritas, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolineritas, karena nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) di sekitar angka 1 dan *Tolerance* mendekati angka 1 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat *problem multicolinierity*. Nilai *Durbin-Watson* adalah sebesar 1,755 dan berada di antara 1,55 sampai dengan 2,46 yang artinya menunjukkan bahwa dalam model tidak terdapat otokorelasi. Untuk mengetahui adanya heterokedastisitas dalam suatu model regresi digunakan *Glesjer test*. Jika semua variabel bebas dalam model signifikan secara statistik, maka dalam model terdapat heterokedastisitas (Algifari, 2000). Dari hasil uji heterokedastisitas, dapat diketahui bahwa semua variabel bebas mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari α yaitu sebesar 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam model tidak terjadi heterokedastisitas.

Interprestasi Model dan Pengaruh Simultan

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda seperti tampak pada tabel 2. menunjukkan bahwa nilai *R* sebesar 0,956 yang berarti terdapat kekuatan hubungan atau korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen sebesar 95,6%. Nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,914 yang artinya variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 91,4%, namun karena variabel independen lebih dari dua maka digunakan nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,885 yang berarti variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 88,5%. Dengan kata lain, bahwa variabel *managerial ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership* dan variabel kontrolnya memberikan kontribusi sebesar 88,5% terhadap variasi variabel kebijakan hutang, sedangkan sisanya sebesar 11,5% dipengaruhi oleh faktor lain diluar dari model yang diteliti.

Secara simultan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan yang ditunjukan oleh nilai F_{hitung} sebesar 31,832 dengan signifikansi sebesar 0,000 pada tingkat signifikansi $\alpha = 1\%$. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (*debt policy*) dan hipotesis penelitian ini terbukti. Hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian dari Bathala *et al.* (1994), Moh'd *et al.* (1998), dan Crutchley *et al.* (1999).

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koeffisien Regresi (B)	Std. Error	Beta (β)	t	Sig.
(Constant)	,904	,236		3,828	,001
MOWN	-,208	,116	-,134	-1,791	,086*
IOWN	1,194E-05	,000	,026	,397	,695
DOWN	-,366	,263	-,102	-1,391	,177
FCASH	-1,537	,680	-,163	-2,260	,033**
DPR	6,634E-03	,002	,234	3,350	,003***
PROFIT	-3,208	,617	-,385	-5,200	,000***
GROWTH	,626	,330	,133	1,900	,070*
SIZE	5,471E-04	,000	,743	10,140	,000***



SEMINARNASIONAL
'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
Surabaya, 26 Nopember 2009
Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

Dependent Variable : DEBT	Std. Error of the Estimate = 0,229419
$R = 0,956$	Durbin-Watson = 1,755
$R\ Square = 0,914$	$F_{hitung} = 31,832 ***$
Adjusted R Square = 0,885	

Keterangan : * signifikan pada level 10 %.

** signifikan pada level 5 %.

*** signifikan pada level 1%.

Interprestasi Pengaruh Masing-Masing Variabel Independen

a. Pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan hutang

Variabel *managerial ownership* (kepemilikan manajerial), berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar -1,791 dengan signifikansi 0,086 pada taraf signifikansi $\alpha = 10\%$. Dengan demikian maka hipotesis penelitian ini terbukti. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresi yaitu -0,208 yang berarti *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, dimana temuan ini sesuai dengan teori Jensen & Mecking (1976) dan konsisten dengan hasil penelitian dari Jensen *et al.* (1992), Bhatala *et al.* (1994), Moh'd *et al.* (1998), dan Chen & Steiner (1999) yaitu *managerial ownership* berhubungan negatif terhadap tingkat penggunaan hutang. Dengan kata lain, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan karena peningkatan *managerial ownership* akan meningkatkan jumlah kesejahteraan pribadi dan modal sumber daya manusia yang diinvestasikan sehingga manajer akan mengurangi tingkat hutang secara optimal untuk menurunkan segala resiko dan pada akhirnya akan mengurangi biaya keagenan.

b. Pengaruh *institutional ownership* terhadap kebijakan hutang

Variabel *institutional ownership* (kepemilikan institusional) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0,397 dengan signifikansi 0,695, lebih besar dari taraf signifikansi yang disyaratkan yaitu $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *institutional ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresinya adalah positif yang berarti tidak sesuai dengan teori dan temuan penelitian terdahulu. Makna dari temuan ini adalah besarnya kepemilikan saham oleh institusi tidak selalu bertindak sebagai *monitoring agent*. Kondisi ini terjadi karena kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian yaitu sebesar 81,82% (9 dari 11 perusahaan) rata-rata memiliki kepemilikan institusional di atas 50% yang dimiliki oleh entitas badan hukum perseroan terbatas dan *holding company* yang umumnya mayoritas saham *holding company* tersebut masih dikendalikan oleh keluarga tertentu atau pendiri. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional akan mensubsitusi kebijakan hutang sebagai bagian dari fenomena *trade-off* antara konflik keagenan ekuitas dengan konflik keagenan hutang dan sebagai upaya pemilik untuk "memindahkan" resiko perusahaan kepada *bondholders*.

c. Pengaruh *dispersion of ownership* terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan dari hasil analisis variabel *dispersion of ownership* (penyebaran kepemilikan) diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -1,391 dengan signifikansi 0,177, lebih besar dari taraf signifikansi yang disyaratkan yaitu $\alpha = 5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *dispersion of ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresinya adalah negatif yaitu -0,366 yang berarti sesuai dengan teori dan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998).

d. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang

Variabel *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar -2,260 dengan signifikansi 0,033 pada level $\alpha = 5\%$. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari



SEMINARNASIONAL
'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
Surabaya, 26 Nopember 2009
Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

nilai koefisien regresi yaitu -1,537 yang berarti *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, dimana temuan ini sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian dari Jensen (1986) yang menyatakan bahwa *free cash flow* yang besar akan mengarah pada diskresi perilaku manajer dan keputusan-keputusan yang dibuat bukan demi kepentingan pemegang saham. Selain itu hasil ini konsisiten dengan temuan Ooi (2000) yaitu *free cash flow* berhubungan negatif terhadap tingkat penggunaan hutang.

e. Pengaruh *dividend payout ratio* terhadap kebijakan hutang

Variabel *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar 3,350 dengan signifikansi 0,003 pada taraf signifikan $\alpha = 5\%$. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresinya positif yang berarti *dividend payout ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dimana temuan ini sesuai dengan hasil penelitian dari Baskin (1989) dan Mougoue & Mukherjee (1994) yang menemukan bukti bahwa pembayaran dividen berhubungan positif dengan *leverage* (kebijakan hutang). Tetapi hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan dari Chang & Rhee (1990), Jensen *et al.* (1992) dan Chen & Steiner (1999) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *dividend payout ratio* dengan *debt ratio*. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen merupakan *bonding mechanism* yang efektif untuk mengurangi *agency cost* karena peningkatan *dividend payout ratio* akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia sehingga akan mengurangi tindakan-tindakan manajer yang kurang optimal (Jensen, 1986).

f. Pengaruh *profitability* terhadap kebijakan hutang

Variabel *profitability* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar -5,200 dengan signifikansi 0,000 pada level $\alpha = 5\%$. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresi yaitu -3,208 yang berarti *profitability* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order* dan konsisten dengan hasil penelitian dari Titman & Wessel (1988), Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), dan Chen & Steiner (1999) menunjukan bukti bahwa profitabilitas berhubungan negatif dengan *debt ratio* karena perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan menggunakan hutang cenderung lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang profitabilitasnya rendah karena perusahaan mampu menyediakan dana internalnya untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya melalui laba ditahan.

g. Pengaruh *growth* terhadap kebijakan hutang

Variabel *growth* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar 1,900 dengan signifikansi 0,070 pada level $\alpha = 10\%$. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresi yaitu 0,626 yang berarti *growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian konsisten dengan teori dan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Klapper *et al.* (2002) dan Low & Cen (2004) menunjukkan bukti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung menggunakan hutang dalam struktur modalnya untuk membiayai ekspansi perusahaan.

h. Pengaruh *firm size* terhadap kebijakan hutang

Variabel *firm size* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar 10,140 dengan signifikansi 0,000 pada level $\alpha = 5\%$. Arah atau tanda hubungan ditunjukkan dari nilai koefisien regresi yaitu positif yang berarti *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian konsisten dengan teori dan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Titman & Wessel (1988), Jensen *et al.* (1992), Hoamifar *et al.* (1994) dan Chen & Steiner (1999) yang menunjukkan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan cenderung untuk menggunakan hutang karena perusahaan besar lebih mudah untuk



SEMINARNASIONAL

'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'

Surabaya, 26 Nopember 2009

Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

mendapatkan hutang, lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses pasar, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk hutang-hutang yang diterbitkannya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil dari analisis regresi berganda dapat disimpulkan bahwa secara simultan variabel *managerial ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership* dan variabel kontrol yang digunakan (*free cash flow*, *dividend payout ratio*, *profitability*, *growth*, *firm size*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (*debt policy*).

Variabel *institutional ownership* tidak selalu bertindak sebagai *monitoring agent* dan lebih merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu *institutional ownership* akan mensubsitisi kebijakan hutang sebagai bagian dari fenomena *trade-off* antara konflik keagenan ekuitas dengan konflik keagenan hutang sebagai upaya untuk "memindahkan" resiko perusahaan kepada *bondholders*.

Pembayaran dividen merupakan *bonding mechanism* yang efektif untuk mengurangi *agency cost* karena peningkatan *dividend payout ratio* akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia sehingga akan mengurangi tindakan-tindakan manajer yang kurang optimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anup., and Gershon N. Mandelker, 1987, Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance*, 42, 4, 823 – 837.
- Algifari, 2000, *Analisis Regresi*, Edisi Kedua, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Baskin, Jonathan, 1989, An Empirical Investivigation of The pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring, 18, 1, 26 – 35.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : An Agency Prespective, *Financial Management*, Autumn, 23, 3, 38 – 50.
- Chang, Rosita, and S. Ghon Rhee, 1990, The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, *Financial Management*, Summer, 19, 2, 21 – 31.
- Chaganti, Rajeswararao and Fariborz Damanpour, 1991, Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, Oct, 12, 7, 479-491.
- Chen, Carl R. and Thomas L. Steiner, 1999, Managerial Ownership and Agency Conflicts : A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *The Financial Review*, Feb, 34, 1, 119 – 136.
- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen, John S.J. Jr., and Jennie E Raymond, 1999, Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership, *International review of Financial Analysis*, 8, 2, 177-197.
- Fama, E.F., 1980, Agency Problem and The Theory of The Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Friend, I and J. Hasbrouk, 1988, Determinants of Capital Structure, *Research in Finance*, 7, 1 – 19.
- Friend, I and L. Lang , 1988, An Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, 43, 271 – 281.
- arvey, T.G., 1992, Leveraging The Under Investment Problems : How High Debt and Managerial Shareholding Solve The Agency Costs of Free Cash Flow, *The Journal of Financial Research*, XV, 2, 149 – 165.
- Homaifar, G., Zeitz J. And Benkato O., 1994, An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, 21, 1, 1 – 14.
- Jensen, G.R. Solberg, D.P., and Zorn, T.S., 1992, Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jun, 27, 2, 247 – 263.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 305 – 360.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash flow, Corporate Finance, and Takeover, *American Economic Review*, May, 76, 2, 323 – 329.
- Kim, W.S, and E.H. Sorensen, 1986, Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 2, 131 – 144.
- Klapper F. Leora, Allende Sarria Virginia and Sulla Victor, 2002, Small and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe, World Bank Policy Research, *Working Paper*, 2933, December.



SEMINARNASIONAL
'STRATEGI MENGHADAPI DAMPAK KEMAJUAN TEKNOLOGI
INFORMASI TERHADAP PERUBAHAN PERILAKU SOSIAL'
Surabaya, 26 Nopember 2009
Diselenggarakan Oleh FISIP & LPPM UPN "Veteran" Jawa Timur

- Low, Pek Yee and Kung K. Chen, 2004, Diversification and Capital Structure : Some International Evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Jul, 23, 1, 55 – 71.
- Mehran, H., 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 539 – 560.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, 33, 85 – 98.
- Mougoe, Mbodja and Tarun K. Mukherjee, An Investigation into The Causality Among Firm's Dividend, Investment, and Financing Decisions, *The Journal of Financial Research*, Winter, Vol. XVII, No.4, 517-530.
- Ooi, Joseph T.L., 2000, Managerial Opportunism and The capital Structure Decisions of Property Companies, *Journal of property Investment and Finance*, 18, 3, 316 – 331.
- Schooley, Diane K. and L. Dwayne Barney Jr, 1994, Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Cost, *The Journal of Financial Research*, Faal, Vol. XVII, No. 3, 363-373.
- Titman, S. and R. Wessel, 1988, The Determinant of Capital Structure Choise, *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 1, 1 – 19.